



NOTA N. 42

LA RELAZIONE DELLA COMMISSIONE SULL'OPPORTUNITÀ DI SVILUPPARE UNA VALUTAZIONE EUROPEA DEL MERITO DI CREDITO PER IL DEBITO SOVRANO

(COM (2015) 515)

1. Introduzione

La crisi del debito sovrano che ha colpito di recente l'Unione europea ha messo in luce i rischi derivanti **da un eccessivo affidamento ai rating esterni del debito sovrano**, dal quale sono derivate turbative del mercato che, in presenza di determinate circostanze, rischierebbero di compromettere la stabilità finanziaria dell'UE.

Le ripercussioni negative di tale, eccessivo affidamento potrebbero essere attenuate laddove i soggetti che investono nel mercato europeo delle obbligazioni fossero in condizioni di valutare essi stessi il merito di credito degli emittenti sovrani europei, potendo disporre di informazioni accurate e rilevanti.

La relazione in esame intende introdurre elementi di riflessione e valutazione sull'opportunità di sviluppare una vera e propria valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano. A tal fine, dopo una descrizione dei rischi dovuti all'eccessivo affidamento ai rating delle obbligazioni sovrane, e delle risposte politiche fornite finora, la Commissione europea valuta se le fonti di informazioni attualmente disponibili siano sufficienti e adeguate per consentire agli investitori di eseguire una propria valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani o se non sia opportuno disporre di uno strumento supplementare - ove possibile, sotto forma di una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano - in grado di integrare le informazioni esistenti.

2. I rischi derivanti da un eccessivo affidamento ai rating delle obbligazioni sovrane

La Commissione sottolinea in primo luogo come l'eccessivo affidamento ai rating sovrani comporti, in presenza di determinate condizioni economiche, il rischio che si creino i cosiddetti "**effetti precipizio**" (*cliff effects*), nel senso che **gli investitori riducono le proprie esposizioni verso determinate obbligazioni sovrane e altri strumenti di debito**, con potenziali effetti di destabilizzazione finanziaria e ricadute negative su mercati diversi e persino su paesi diversi con forti legami economici. I metodi applicati dalle agenzie di rating del credito tendono infatti a limitare il rating più favorevole del credito di uno strumento finanziario in una determinata giurisdizione al rating dell'emittente sovrano (spesso indicato come *sovereign ceiling*), con la conseguenza che il declassamento di un emittente sovrano provoca spesso il declassamento di altri strumenti finanziari situati nell'emittente sovrano in questione, compresi i rating delle obbligazioni societarie e degli enti finanziari.

I rendimenti delle obbligazioni sovrane rappresentano un importante indicatore della percezione da parte degli investitori del profilo di rischio del credito di un emittente sovrano. **Se prima della crisi del debito sovrano i rendimenti delle obbligazioni della zona euro erano largamente**

convergenti, facendo quindi ritenere che gli investitori avessero lo stesso atteggiamento nei confronti del merito di credito di tutti gli Stati membri della zona euro, durante la crisi tale situazione è radicalmente mutata: a partire dal 2008 gli investitori hanno ridotto la loro domanda di specifiche obbligazioni sovrane ovvero hanno preteso proventi più elevati, come dimostra l'andamento dei rendimenti, che dal 2013 stanno gradualmente tornando ai livelli pre-crisi ma registrano il permanere di significative divergenze tra uno Stato membro e l'altro.

3. La risposta politica per attenuare i rischi di un eccessivo affidamento ai rating del debito sovrano

A causa delle carenze dei rating del credito riscontrate durante la crisi finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano, i regolamenti [1069/2009](#) e [462/2013](#) e la direttiva [2013/14/UE](#) hanno introdotto una serie di misure per quanto concerne la registrazione e vigilanza delle agenzie di rating - centralizzate presso l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) - e la trasparenza e tempestività del rating del debito sovrano. In particolare, le agenzie di rating del credito sono tenute a rendere noto un calendario annuale delle date di pubblicazione dei loro rating sovrani, che devono sempre coincidere con le giornate di venerdì, dopo la chiusura dei mercati regolamentati dell'UE, per evitare turbative del mercato durante l'orario di contrattazione. Le agenzie devono inoltre integrare il rating del credito con un'esauriente relazione di ricerca per fornire agli investitori ulteriori informazioni sui motivi alla base di una variazione di un rating sovrano, e comunicare all'emittente sovrano, durante l'orario di lavoro e almeno un intero giorno lavorativo prima della pubblicazione, il suo rating del credito e le prospettive del rating, così da consentirgli di segnalare all'agenzia stessa eventuali errori materiali.

Va rilevato come sulle proposte legislative culminate nell'adozione della direttiva e dei regolamenti sopra citati, la Commissione 6^a del Senato ha votato atti di indirizzo particolarmente dettagliati ([Doc. XVIII n. 14](#) e [Doc. XVIII n. 143](#)), rilevando, tra l'altro:

- La necessità di adottare **una definizione giuridica del *credit rating* che sia più vicina e aderente al concetto di "attività di servizio di informazione"** - basate su dati oggettivi e analisi motivate -, uniformando al contempo la disciplina delle attività delle agenzie, in termini di trasparenza e adeguatezza dei processi di analisi;
- L'opportunità - con particolare riferimento ai giudizi sul debito sovrano - di introdurre **un espresso divieto di emissione di *rating* non sollecitati**, prevedendo eventualmente un sistema sanzionatorio;
- L'urgenza di introdurre **"norme volte a individuare ovvero istituire da parte dell'Unione europea un organismo indipendente incaricato di svolgere la valutazione dei titoli di debito pubblico e quindi dell'affidabilità creditizia dei paesi membri dell'Unione**. Con tale proposta", rileva la Commissione 6^a, "non si intende eludere il tema di maggiore rilievo, e come tale già emerso nel corso del dibattito, della costituzione di un'agenzia di *rating* europea: al di là dei costi di un tale organismo, occorre valutare tutti gli aspetti in campo, non ultimo il non facile equilibrio tra la natura pubblica e l'indipendenza di giudizio, soprattutto in relazione alla solvibilità degli Stati sovrani";
- L'opportunità di prevedere che i *rating* emessi sul debito sovrano debbano, ove difforni dalle analisi delle autorità dell'UE (Commissione, BCE e BEI *in primis*), ma anche del FMI o dell'OSCE, essere ampiamente e analiticamente motivati;
- L'urgenza di introdurre un **divieto di partecipazioni incrociate tra le società di *rating***, ponendo così almeno in parte rimedio a quello che appare il punto di maggiore debolezza della vigente disciplina, che consiste nella scarsa efficacia delle misure di contrasto o attenuazione dei conflitti di interesse in capo alle agenzie.

Nonostante l'impegno dell'Unione a livello normativo, va rilevato come la relazione dell'ESMA per il 2013 abbia rilevato l'esistenza, nella procedura dei rating sovrani, di carenze che potrebbero comportare rischi per la qualità, l'indipendenza e l'integrità dei rating e della procedura stessa, con particolare riferimento:

- Ai conflitti d'interesse derivanti dal ruolo svolto nella procedura di rating dall'alta dirigenza e da altre funzioni estranee al rating, nonché dal coinvolgimento di analisti sovrani nelle attività di ricerca e pubblicazione;
- A possibili violazioni dell'obbligo di riservatezza delle informazioni sul rating sovrano e dei controlli attuati prima della pubblicazione dei rating;
- Ai rischi legati alla tempistica della pubblicazione dei rating sovrani, compresa la rivelazione tempestiva di variazioni dei rating.

Dopo aver ricordato le azioni adottate a livello internazionale, e in particolare in sede di G20, per ridurre l'eccessivo affidamento, esclusivo e automatico, ai rating del credito da parte delle banche, degli investitori istituzionali e di altri operatori del mercato, la Commissione conferma di voler preparare una relazione "su misure alternative di valutazione del rischio di credito", e verificare "l'esistenza di alternative praticabili nonché la fattibilità della loro attuazione da parte degli operatori del mercato". "Sulla base dei risultati di questa relazione, **la Commissione potrebbe valutare se cancellare dalla legislazione dell'UE entro il 2020 i restanti riferimenti ai rating del credito.**

4. Analisi del divario esistente tra le esigenze degli investitori e le informazioni fornite

Da una serie di interviste condotte con un numero ridotto di grandi investitori istituzionali (banche, fondi pensione, gestori patrimoniali) nonché con alcuni gestori patrimoniali più piccoli, è emersa la necessità di disporre di dati sul debito sovrano che siano comparabili a livello globale, non soltanto nell'ambito dell'UE. I grandi investitori si avvalgono spesso di analisti propri, e alcuni di essi attribuiscono agli emittenti sovrani propri rating interni, mentre gli investitori più piccoli sembrano affidarsi maggiormente ai rating emessi dalle agenzie.

La Commissione sottolinea come l'introduzione di nuove norme europee sulla vigilanza fiscale e macroeconomica nel contesto del semestre europeo, unitamente al rafforzamento dei requisiti di rendicontazione per gli Stati membri in materia di statistiche sulle finanze pubbliche nell'ambito del sistema europeo di conti nazionali e regionali (SEC 2010) abbiano migliorato sensibilmente le informazioni di cui gli investitori possono disporre ai fini della valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani.

5. Opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano

L'articolo 39 *ter*, paragrafo 2, primo comma del regolamento relativo alle agenzie di rating prevedeva che la Commissione, dopo aver esaminato la situazione del mercato, presentasse una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio "in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del metodo creditizio per il debito sovrano", quale contributo alla futura relazione della Commissione stessa sull'opportunità e la fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea, la cui pubblicazione è prevista entro la fine del 2016.

Ad avviso della Commissione, una valutazione dell'UE del merito di credito potrebbe consistere "nella pubblicazione da parte di un ente pubblico europeo di indicatori economici e relazioni di ricerca con una valutazione quantitativa e qualitativa degli emittenti sovrani dell'UE. Queste relazioni rappresenterebbero una fonte di informazioni alternativa, senza tuttavia basarsi su un indicatore unico come quello utilizzato dalle agenzie di rating del credito". Per essere considerata una misurazione credibile del merito di credito, la valutazione europea dovrebbe essere effettuata "da un organismo credibile e affidabile, esistente o di nuova istituzione. Un simile compito potrebbe essere affidato a istituzioni, organismi o agenzie dell'UE esistenti ovvero a un ente pubblico nuovo ancora da istituire. Quest'ultima ipotesi, in particolare, comporterebbe notevoli costi iniziali, che vanno ponderati alla luce dei potenziali benefici per il mercato delle obbligazioni sovrane dell'Unione e per l'economia europea nel suo complesso".

La Commissione ha già stimato in passato (in sede di valutazione d'impatto della proposta poi sfociata nel regolamento 462/2013) i costi potenziali di una tale soluzione, **concludendo che essi sarebbero sproporzionati rispetto ai benefici generati**. La presente relazione procede comunque a una nuova riflessione sull'impatto di una valutazione europea del merito di credito, con particolare riferimento agli effetti sull'affidamento ai rating sovrani, sugli investitori e sulla concorrenza nel settore delle agenzie di rating. Le conclusioni sono che *"una valutazione europea del merito di credito avrebbe un impatto ridotto sugli sforzi volti a ridurre l'affidamento ai rating del debito sovrano poiché è molto probabile che si limiterebbe a duplicare le informazioni esistenti. Inoltre, se non gestita correttamente, potrebbe comportare il rischio di generare un eccessivo affidamento a una nuova fonte di informazioni alternativa qualora gli investitori si affidassero esclusivamente ad essa"*. Pertanto la Commissione ritiene che *"in questo momento una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano non appare né proporzionata né opportuna, ove la si analizzi alla luce delle esigenze degli investitori e dell'obiettivo di rimediare all'eccessivo affidamento ai rating esterni"*.

La Commissione suggerisce invece di prendere in considerazione altre misure incentrate sul flusso delle informazioni di base necessarie per valutare il merito di credito, e segnatamente:

- L'opportunità che gli Stati membri applichino le migliori prassi internazionali per la comunicazione delle emissioni di debito pubblico e di titoli di debito;
- La verifica se le migliori prassi applicate in alcuni Stati membri possano essere estese a tutti gli altri, per migliorare l'accesso ai dati nazionali sul debito pubblico;
- Un'azione di razionalizzazione dei modi e i luoghi in cui i dati esistenti e comunicati a livello di UE dagli Stati membri sono resi pubblicamente disponibili.